



Maandbericht: januari 2017

Profiel

DD Property Fund N.V. (DDPF) is een duurzaam vastgoedaandelenfonds met een focus op Europa. Het fonds heeft een netto rendementsdoelstelling van 5-7% gemiddeld per jaar en streeft naar een consistent, licht groeiend dividend. DDPF heeft een focus op de lange termijn en maakt geen gebruik van een benchmark. DDPF wil met haar beleggingsbeleid een brug slaan tussen financieel en maatschappelijk rendement en belegt met de overtuiging dat een integrale analyse van financiële- en duurzaamheidsaspecten een positieve bijdrage levert aan het risico- rendementsprofiel van het fonds. Dit vertaalt zich in een portefeuille van vastgoedondernemingen van hoge kwaliteit. Daarnaast ziet DDPF het als haar fiduciaire plicht de belangen van haar aandeelhouders actief te vertegenwoordigen bij haar beleggingen. Het fonds is genoteerd op Euronext te Amsterdam en is dagelijks verhandelbaar.

Rendement

Het DD Property Fund heeft over de maand januari 2017 een rendement behaald van -2,14% (klasse B). Per ultimo januari 2017 bedroeg de intrinsieke waarde per aandeel € 33,34.

Uitgelicht: Inmobiliaria Colonial

In dit maandbericht besteden wij aandacht aan Inmobiliaria Colonial SA (Colonial) dat afgelopen maand nieuw aan de portefeuille is toegevoegd. Het Spaanse Colonial bezit een hoogwaardige portefeuille kantoorpanden in Barcelona, Madrid en Parijs. De vastgoedonderneming had veel last van de crisis maar het management heeft de afgelopen jaren haar waarde bewezen door niet alleen goede acquisities te doen, maar ook de bestaande portefeuille te herontwikkelen met veel aandacht voor duurzaamheid.

Fondsinformatie

Portefeuille

Omvang	€ 23,8 mln
Waarvan belegd	€ 22,7 mln
Liquide middelen	€ 1,1 mln
Aantal posities	21

Gegevens per aandeel

Intrinsieke waarde (A)	€ 33,00
Aantal participaties	474.355

Intrinsieke waarde (B)	€ 33,34
Aantal participaties	245.571

Kosten

Management fee	1,2% (klasse A)
	0,7% (klasse B)
Op- en afslag	0,25%

Structuur

Naamloze vennootschap (N.V.)
Beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal
Open-end, dagelijks verhandelbaar
Fiscale beleggingsmaatschappij

Overig

Beheerder	DoubleDividend Management B.V.
Benchmark	Geen
Start	Mei 2005
ISIN (A)	NL0009445915
ISIN (B)	NL0010949350

Tabel: maandelijks totaal rendementen in % (de cijfers zijn na kosten, inclusief jaarlijks uitgekeerd dividend)*

	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Totaal
2009	-0,93	-4,09	-1,62	6,58	4,56	-4,94	1,52	9,69	1,91	-1,53	-1,03	0,32	9,87
2010	1,46	-0,29	4,57	-1,62	-6,72	1,07	5,14	1,00	5,21	2,46	-3,26	4,08	12,75
2011	2,08	2,75	-0,17	1,75	3,52	-2,20	-2,90	-8,16	-4,90	3,69	-5,90	1,26	-9,62
2012	1,53	2,02	4,59	-3,24	-2,34	1,51	3,09	-0,18	1,49	2,56	0,48	-0,02	11,81
2013	0,83	0,72	-1,41	4,38	1,39	-7,59	2,56	-1,31	3,14	2,61	-0,81	-0,67	3,35
2014	-0,47	5,76	-1,86	2,69	4,37	0,54	1,24	1,66	-2,20	2,36	4,13	1,48	21,18
2015	10,58	3,96	1,72	-1,51	0,52	-4,86	6,54	-3,70	0,32	7,37	-0,40	-2,56	18,13
2016	-3,76	-1,28	6,08	0,71	3,13	-1,62	5,37	1,01	-1,97	-4,02	-0,70	2,66	5,13
2017	-2,14												-2,14

* vanaf 2015 betreft het de rendementen van klasse B

Ontwikkelingen in de markt en portefeuille

De EPRA Total Return Index daalde in januari met 3,3% en kende daarmee een slechte start van het jaar. Met name de grote spelers gericht op commercieel onroerend goed zoals British Land, Gecina, Klépierre, Land Securities en Unibail daalden fors met gemiddeld zo'n 7% in waarde. Ook het DD Property Fund noteerde een negatief resultaat van 2,1%. Beleggers zijn voorzichtig vanwege de oplopende rente en mijden beleggingen die rentegevoelig zijn. De rentestijging is echter het gevolg van verbeterde economische vooruitzichten en een oplopende inflatie, hetgeen op termijn juist weer goed is voor vastgoed. Onze inschatting is dan ook dat deze volatiliteit tijdelijk is en dat hierdoor aantrekkelijke kansen ontstaan. Het DD Property Fund belegt in vastgoedondernemingen met portefeuilles in stedelijke groeigebieden waar over het algemeen huren stijgen, het consumentenvertrouwen groeit en het besteedbare inkomen stijgt. Dit zal zich op termijn vertalen in een aantrekkelijk rendement.

In ons vorige maandbericht berichtten we al over de tweedeling in de markt waarbij dominante binnenstedelijke locaties goed presteren, maar dat de vooruitzichten en omstandigheden voor vastgoed van mindere kwaliteit uitdagend blijven. Een recent onderzoek van vastgoedadviseur Jones Lang LaSalle naar de Nederlandse winkelmarkt bevestigt dit beeld. Volgens JLL daalden de winkelhuren in Nederland met gemiddeld 4,2% in 2016. Vooral kleinere steden hebben het lastig na de recente faillissementen, de onstuitbare opmars van e-commerce en het feit dat grote succesvolle retailers steeds kieskeuriger worden. Daar staat tegenover dat huren in dominante winkelstraten in bijvoorbeeld Amsterdam wel fors zijn gestegen. Wij zijn er al een aantal jaar van overtuigd dat de polarisatie van het huidige winkellandschap doorzet en dat alleen een focus op kwaliteit in binnenstedelijke groeigebieden zal leiden tot aantrekkelijke rendementen. Dit is niet alleen in Nederland zichtbaar maar een wereldwijd fenomeen.

Zo staan de resultaten van de traditionele Amerikaanse warenhuizen als Macy's, JC Penny, Kohl's, Sears en Nordstrom al een aantal jaren onder druk en het ziet er niet naar uit dat dit snel verandert. Hoewel de Amerikaanse economie flink aantrekt, worden de regionale verschillen alleen maar groter, waardoor retailers hun strategie moeten aanpassen om winstgevend te blijven. In augustus vorig jaar kondigde het management van Macy's al aan op termijn 100 winkels te willen sluiten. Afgelopen maand werd bekend dat 68 warenhuizen al binnen een paar maanden dichtgaan, voornamelijk in winkelcentra op de B en C locaties.

Binnen de portefeuille van het DD Property Fund zorgde Entra in januari voor de grootste positieve bijdrage aan het resultaat met een stijging van 5,7%. De Noorse kantorenbelegger maakte bekend haar kantorenportefeuille in Kristiansand voor 863 miljoen Kronen te hebben verkocht, maar liefst 23% boven de boekwaarde per 30 september 2016. De gebouwen met een verhuurbaar oppervlakte van 45.000 m2 maakten niet langer onderdeel uit van de kernportefeuille. De opbrengst zal voornamelijk worden aangewend voor de financiering van de ontwikkelingspijplijn.

De grootste negatieve bijdrage kwam op naam van de Franse kantorenbelegger Gecina. Gecina had last van het slechte marktsentiment. Daarnaast schrokken beleggers van een verrassende bestuurswissel. CEO Philippe Dupoux die de afgelopen jaren verantwoordelijk was voor de aanscherping van de strategie wordt opgevolgd door Méka Brunel. Onder Dupoux werden de beleggingen in Spanje, de logistieke centra en al het zorgvastgoed succesvol verkocht en werden hoogwaardige kantoren in Parijs aangekocht. Binnenkort hebben we een meeting met de nieuwe CEO en kunnen we beoordelen wat er eventueel gaat veranderen onder haar nieuwe leiding.

Tabel: top 3 rendement en bijdrage aan resultaat (in €)

Top 3 hoogste bijdrage			Top 3 laagste bijdrage		
	Rendement	Bijdrage		Rendement	Bijdrage
Entra (Noo)	5,7%	0,5%	Gecina (Fra)	-9,2%	-0,6%
Hysan Development (HK)	8,1%	0,4%	Unibail-Rodamco (Fra)	-6,1%	-0,6%
ADO Properties (Dui)	3,4%	0,2%	Klépierre (Fra)	-5,9%	-0,4%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Portefeuille wijzigingen

Afgelopen maand hebben we de posities in Gecina, Klépierre en Unibail verder uitgebreid nadat de koersen van deze in Frankrijk genoteerde aandelen flink onder druk stonden. Het Spaanse Inmobiliaria Colonial is nieuw aan de portefeuille toegevoegd. Verderop in dit maandbericht wordt deze nieuwe positie uitvoerig toegelicht.

De posities in Great Portland en Swiss Prime Site (SPS) zijn volledig verkocht. De verwachtingen voor Great Portland hebben we naar beneden bijgesteld nu blijkt dat de Engelse kantorenmarkt over de piek heen is en er bovendien veel onduidelijkheid bestaat over de uitwerking van de Brexit. SPS is verkocht omdat het aandeel onze fair value had bereikt. Verder hebben we wat winstgenomen in Equity Residential uit de VS.

Tabel: top 10 posities (naar geweging) in portefeuille per einde maand

Onderneming en geweging			
Unibail-Rodamco (Fra)	10,1%	ADO Properties (Dui)	5,6%
Entra (Noo)	8,6%	Hysan Development (HK)	5,5%
Gecina (Fra)	7,5%	Eurocommercial Properties (Ned)	5,3%
Vonovia (Dui)	6,9%	Simon Property Group (VS)	4,7%
Klépierre (Fra)	6,5%	Hufvudstaden (Zwe)	4,3%

Bron: DoubleDividend

Onderneming uitgelicht: Inmobiliaria Colonial SA

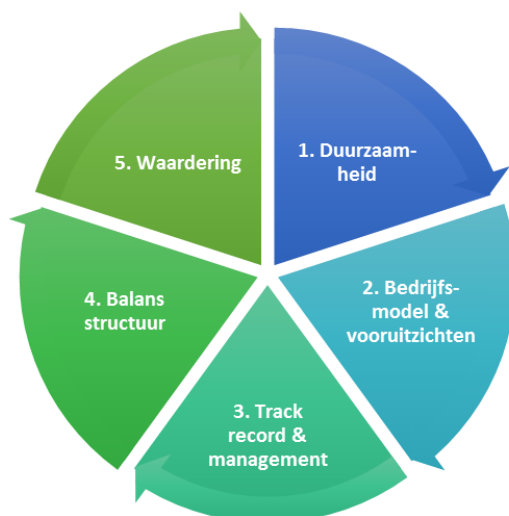
Profiel

Colonial is een Spaans vastgoedbedrijf met een kantorenportefeuille van hoge kwaliteit in Madrid, Barcelona en Parijs. Het belang in Parijs wordt gehouden middels een 58,5% belang in het beursgenoteerde Société Foncière Lyonnaise (SFL). Daarnaast heeft Colonial sinds kort een belang van 15% in het eveneens beursgenoteerde Axiare. De vastgoedonderneming kende tijdens de krediet crisis een zware tijd, maar het management heeft de afgelopen jaren het tij weten te keren door reductie van leegstand, nieuwe aankopen en actief portefeuille management.

Investment Case

Voordat een onderneming in aanmerking komt voor opname in portefeuille wordt deze beoordeeld op vijf hoofdpunten, onze Schijf van Vijf.

De DoubleDividend Schijf van Vijf©



1. Duurzaamheid

Het duurzaamheidsbeleid van Colonial is voornamelijk gericht op klimaat en ecosystemen met als doel negatieve milieueffecten te minimaliseren. Duurzaamheid speelt niet alleen een rol bij de ontwikkeling van nieuwe gebouwen maar ook bij de renovatie van de bestaande portefeuille. Inmiddels is circa 90% van de portefeuille Breaam/Leed gecertificeerd en kennen de gebouwen een hoge mate van energie-efficiëntie, een laag waterverbruik, wordt gebruik gemaakt van duurzame materialen en wordt afval gescheiden.

2. Bedrijfsmodel, portefeuille en vooruitzichten

De strategie is de afgelopen jaren vooral gericht op groei via acquisities en (her) ontwikkelingen met als doel het verbeteren van de kwaliteit van de portefeuille. Afgelopen twee jaar werd meer dan € 1 miljard geïnvesteerd waardoor de portefeuille inmiddels is gegroeid tot bijna € 8 miljard. De portefeuille bestaat voor circa 93% uit kantoren op hoogwaardige locaties. De leegstand is teruggebracht van 18% in 2014 naar 4% nu.

De vooruitzichten voor de Spaanse en Franse kantorenmarkt zijn redelijk goed. De Spaanse vastgoedmarkt profiteert van de sterke economische groei die naar verwachting rond de 3% bedraagt. De leegstand in zowel Barcelona als Madrid laat hierdoor de afgelopen jaren een gestage daling zien. In Barcelona bedroeg de leegstand in het Central Business District (CBD) circa 6% en stegen de huren met 6% in 2016. Madrid kent een iets hogere leegstand in het CBD (7,8%) waardoor de huurgroei iets lager was (3%). De economische groei in Frankrijk blijft met circa 1,5% achter maar de leegstand in Parijs is met slechts 3,6% erg laag waardoor huren verder kunnen stijgen.

3. Track record

Pere Vinolas is CEO en Angels Aderiu Ibars de CFO. Beiden zijn gedurende de crisis van 2008/2009 gestart en hebben Colonial sindsdien succesvol geherstructureerd. Sindsdien is een grote portefeuille van hoge kwaliteit opgebouwd. Opmerkelijk is de reductie van de leegstand. In 2014 bedroeg deze nog 14% maar inmiddels is deze gedaald naar 4%.

4. Balansstructuur

Colonial heeft een solide balans met een BBB- rating en stabiele vooruitzichten. De schuldgraad bedraagt circa 40% en de financieringskosten zijn laag met 2%. Het management verwacht jaarlijks voor circa € 300 miljoen aan acquisities te doen maar het behoud van een sterke balans is daarbij een voorwaarde. Naar verwachting zal de schuldgraad onder de 45% blijven.

5. Waardering

Colonial is redelijk gewaardeerd. Het aandeel handelt op een kleine korting ten opzichte van de intrinsieke waarde en de verwachting is dat deze waarde de komende jaren nog flink zal groeien vanwege de goede marktomstandigheden. Inclusief dividend verwachten we een jaarlijks rendement van zo'n 8-10%.

Risicoanalyse

Het belangrijkste risico is een economische recessie in Spanje of Frankrijk waardoor de leegstand oploopt en huren en waardes dalen. Ook de Franse presidentsverkiezingen kunnen van invloed zijn. Daarnaast zal een snel stijgende rente voor waardedalingen kunnen zorgen aangezien de aanvangsrendementen al op een historisch laag niveau liggen.

Het DoubleDividend Team

Portefeuille karakteristieken

De tabel hieronder geeft de belangrijkste kenmerken van de portefeuille van het fonds weer. De cashflow yield geeft het directe rendement (de huurinkomsten minus kosten) weer ten opzichte van de huidige koers. Herwaarderingen van het vastgoed worden dus niet meegenomen. De prijs ten opzichte van de intrinsieke waarde geeft aan of de portefeuille tegen een premie dan wel een korting ten opzichte van de waarde van het onderliggende vastgoed wordt verhandeld. Is deze waarde lager dan 100% dan is er sprake van een korting ten opzichte van de intrinsieke waarde. Het dividendrendement is het dividendrendement op basis van de huidige koersen.

De schuldratio is de netto schuld ten opzichte van de marktwaarde van het vastgoed. De VAR (Value At Risk) geeft het maximale verlies van de portefeuille weer op jaarbasis met 95% zekerheid op basis van Monte Carlo simulatie. De Bèta geeft de beweeglijkheid van de rendementen ten opzichte van de markt (in dit geval ten opzichte van de MSCI Index) aan. De standaarddeviatie is een statistische maat voor de spreiding van de getallen rondom het gemiddelde.

Tabel: Kenmerken portefeuille per einde maand

Waardering		Risico	
Cashflow yield, huidig	5,6%	Schuldratio	35%
Prijs/intrinsieke waarde, huidig	91%	VAR (Monte Carlo, 95%, 1-jaars)	20,1%
Dividendrendement, huidig	3,9%	Bèta (t.o.v. MSCI Index)	0,77
		Standaarddeviatie	13,4%

Bron: DoubleDividend/Bloomberg

Spreiding over landen en sectoren

Tabel: Spreiding per vastgoedsector per einde maand

Sector en weging	
Winkels	36%
Kantoren	30%
Woningen	23%
Overig	6%
Liquiditeiten	5%

Bron: DoubleDividend

Tabel: Spreiding naar land per einde maand op basis van onderliggende portefeuilles

Sector en weging	
Benelux	5%
Duitsland	13%
Frankrijk	19%
Hongkong	8%
Japan	3%
O. Europa en Turkije	9%
Scandinavië	16%
Verenigd Koninkrijk	7%
Verenigde Staten	14%
Liquiditeiten	5%

Bron: DoubleDividend